

欧州経済：輸出が停滞するも、景気は底堅さを維持

ユーロ圏では、トランプ関税と駆け込み需要の剥落によって輸出が停滞。7月の米国向け輸出は前年同月比▲4.5%と2か月連続でマイナスに。一方、良好な雇用環境と落ち着いた物価動向を背景に、個人消費は堅調に推移しており、景気を下支え。

ECBは政策金利を2会合連続で据え置き。ラガルド総裁の発言はややタカ派に傾いたものの、トランプ関税による景気下押し圧力が徐々に顕在化するなか、弱含むユーロ圏景気を下支えすべく、ECBは緩和的なスタンスを維持すると予想。

フランスでは2026年度予算案を巡る対立でパイル首相が辞任し、ルコルニュ前防衛相が新首相に就任。議会構成が変わらないなか、当面は政局が不安定な状況が続く公算大。政局の混乱を受け、フランスの金利への上昇圧力が高まっており、一時的に同国の10年債利回りがイタリア国債を上回る場面も。

ユーロ圏：関税が重石となりつつも、景気は底堅さを維持

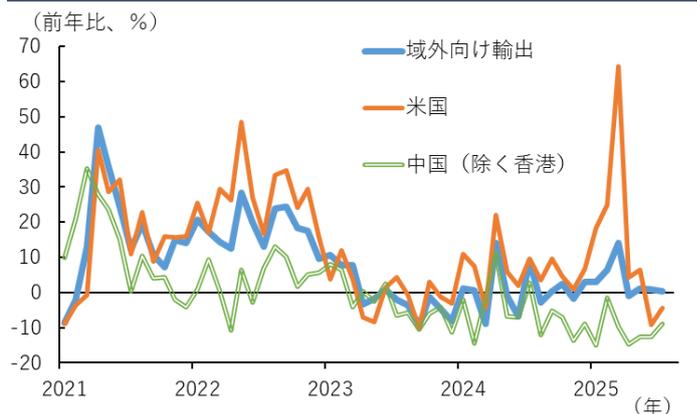
ユーロ圏では、個人消費を中心に景気は底堅さを維持している。もっとも、トランプ関税の逆風は続いており、駆け込み需要の剥落と関税負担の増加による輸出の減速が、生産活動を下押ししている。

ユーロ圏の7月の域外向け名目輸出は前年同月比+0.4%と辛うじてプラス圏を維持したものの、3月までの増勢は失われている（右図）。主因は、米国向け輸出の急減だ。

7月の米国向け名目輸出は▲4.5%と、前月（▲9.2%）からはマイナス幅を縮小したものの、2か月連続で前年同月から減少した。5月までは、医薬品など今後関税引き上げが予定されている一部の品目で駆け込み輸出が続いていたことが支えとなっていたが、そうした下支えにも限界が近づいている状況だ。

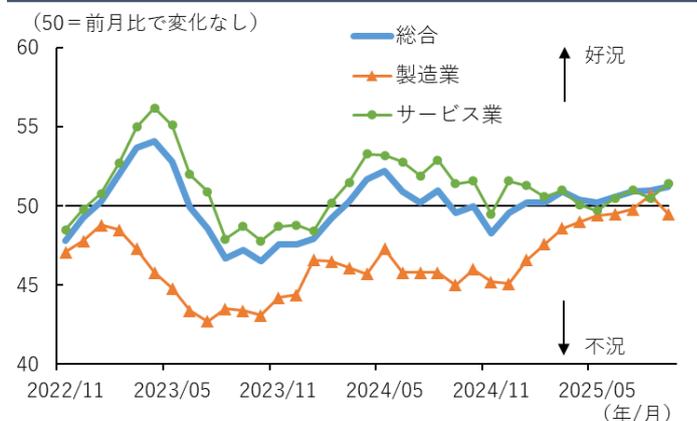
こうした輸出の停滞が製造業のマインドを下押ししている。ユーロ圏の9月のPMI（購買担当者景気指数）をみると、総合では51.2と改善傾向が続いているものの、主因はサービス業（51.4）の底堅さ（右図）。製造業は49.5と前月（50.7）か

ユーロ圏の相手国別名目輸出



(出所) Eurostat

ユーロ圏のPMI（購買担当者景気指数）



(出所) S&P Global

ら悪化し、再び好不況の境目となる 50 を下回った。

一方、サービス業の景況感は、堅調な個人消費に支えられて好調を維持している。ユーロ圏の 7 月の実質小売売上高は前年同月比+2.2%と前月 (+3.5%) からは減速したものの、13 か月連続で前年から増加した。

良好な雇用環境と落ち着いた物価動向が、個人消費の底堅さの背景にある。ユーロ圏の 7 月の失業率は 6.2%と、統計開始以来の最低水準で推移している。また、8 月の消費者物価指数 (HICP) は前年同月比+2.0%と、2024 年後半以降、欧州中央銀行 (ECB) の目標である 2%前後での推移が続いている (右図)。

ECB：2 会合連続で金利据え置き

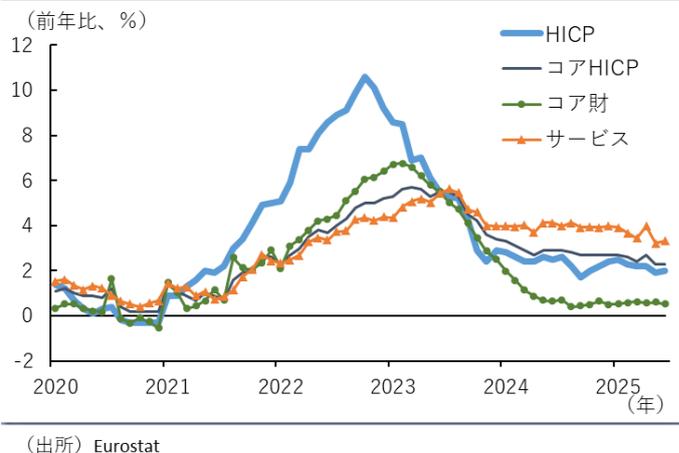
欧州中央銀行 (ECB) は 9 月 11 日の理事会で、政策金利である預金ファシリティ金利を 2.00%で据え置くことを決定した (右図)。8 会合ぶりの金利据え置きとなった 7 月に続き、2 会合連続で金利を据え置いた。

ラガルド総裁は理事会後の記者会見で、今後も「データに基づいた」「会合ごとの」政策決定という従来のアプローチを続けるとしつつも、「デイスインフレのプロセスは終わった。我々は引き続き良好な状況にある」と景気や物価安定に対する自信をにじませた。7 月に EU が米国と関税交渉で合意したことで「経済成長に対するリスクはよりバランスした」と述べ、景気下振れリスクが低下したとの認識を示した。

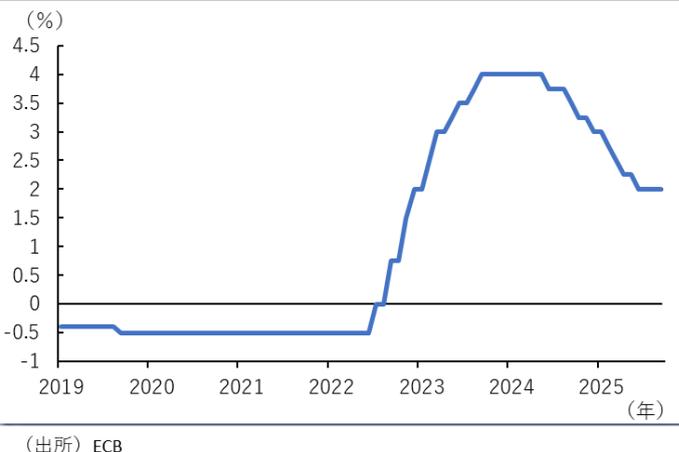
四半期に一度公表される ECB スタッフの経済見通しでは、2025 年の実質 GDP 成長率が引き上げられたほか、2026 年にかけてのインフレ率も上方修正された (右図)。ここからも ECB が足元の景気に対して強気な見方を強めていることが窺える。

先行きの金融政策については、ECB は年内にも追加利下げを実施するという当社の予想を維持す

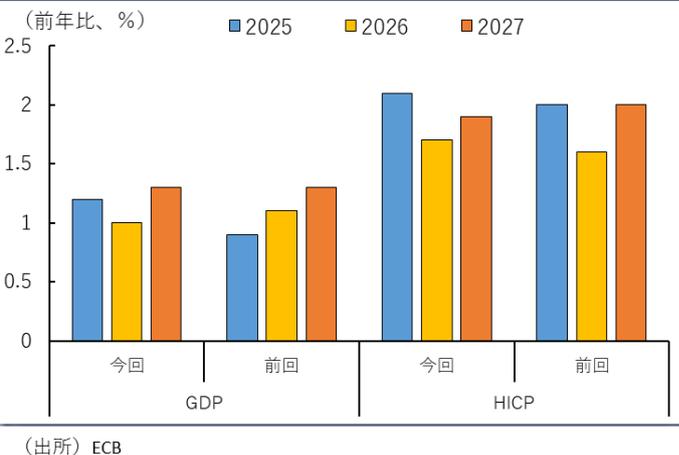
ユーロ圏のHICP



ECBの政策金利



ECBスタッフによる経済見通し



る。確かにラガルド総裁のメッセージはややタカ派に傾いているものの、ECB の見通しでは、景気は2026年には減速するもとで、インフレ率は2027年にかけてECBの目標である2%を下回って推移することが見込まれており、今回の利下げサイクルが終了したと判断するのは時期尚早だろう。トランプ関税による景気下押し圧力が徐々に顕在化するなか、弱含むユーロ圏景気を下支えすべく、ECBは緩やかなスタンスを続けるとみている。

フランス：2026年度予算案を巡る対立でバイル首相が辞任

フランスでは、9月8日に国民議会（下院）で内閣信任投票が実施され、364対194の反対多数で否決された。2024年9月の発足からわずか3か月で総辞職に追い込まれたバルニエ前内閣に続き、バイル首相は就任から9か月での辞任となった。

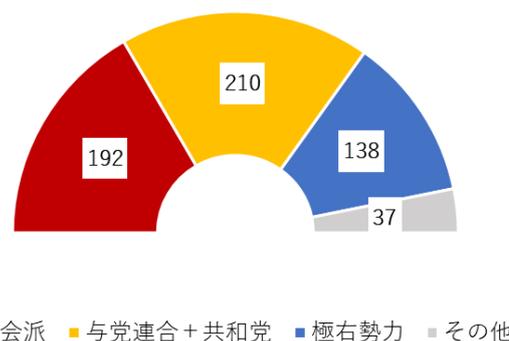
早期辞任に追い込まれた主因は、2026年度予算案を巡る野党との対立だ。バイル首相は、約440億ユーロ（約7兆5000億円）規模の歳出削減を含む2026年度予算案を議会に提示したが、年金支給額の抑制や祝日削減など国民への負担増が盛り込まれていたことで、野党の強い反発を招いた。与党連合は下院の議席の過半数を持っていないため、野党の反対票により内閣不信任に至った。

このところ、フランスで政局の混乱が続いている背景には、2024年の解散総選挙で、与党勢力（中道）・左派勢力・極右勢力がそれぞれおよそ三分一の議席を獲得し、どの勢力も過半数に達しない「ハングパーラメント（宙づり議会）」という状態に陥ったことが存在する（右図）。深刻な財政悪化に直面しているフランスでは、手厚い年金制度を中心とした社会保障の見直しが急務とされているが、少なくとも2つの目指す方向性の異なる勢力が合意しなければ政策が進まない議会では痛みを伴う改革を実行することは困難だ。

マクロン大統領は9日、バイル氏の後任として前国防相のルコルニュ氏を新たな首相に任命した。マクロン氏の側近の一人だが、右派の共和党出身であるため、バイル前内閣を消極的ながら支持してきた共和党の協力を維持しつつ、極右勢力からも譲歩を引き出しやすいとの期待があるとみられる。

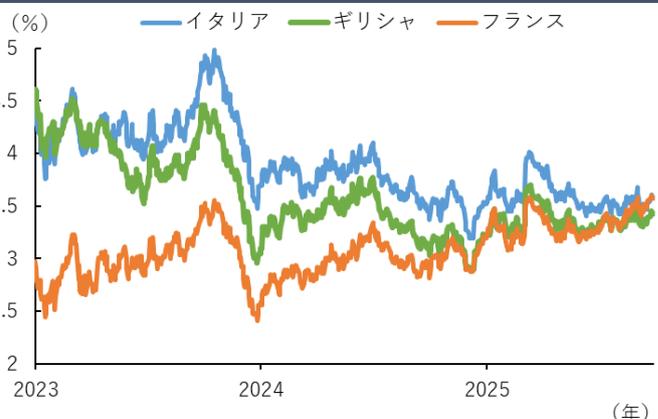
もともと、議会構成が変わらないなか、ルコルニュ新首相も難しいかじ取りを迫られることになる。予算成立のために野党に大きく譲歩すれば財政再建が遠のくことになる一方、野党の協力を引き出せなければバイル前首相同様に総辞職に追い込まれる可能性が高い。

フランス国民議会（下院）の議席数



(出所) フランス国民議会

各国の10年国債利回り



(出所) Bloomberg L.P.

こうした政局の混乱を受け、フランスの金利が上昇している。9日には、フランスの10年債利回りが一時的にイタリア国債を上回った（前頁右下図）。銘柄入れ替えによるテクニカルな影響も存在するものの、政局の不安定さや財政健全化の遅れによるフランス国債利回りの上昇圧力は当面続くことが見込まれる。